

## AVANT LE DEAL

Le capital-risque français professionnalise son approche des technologies. La levée de fonds pour des sociétés innovantes a rarement été aussi difficile, ce qui ne veut pas forcément dire que les investisseurs se méfient des projets trop pointus. Ils sont au contraire à la recherche de technologies de rupture, avec parfois des critères de sélection plus drastiques que pendant la bulle...

# Venture : bien évaluer les technologies

**C**'était en 2005. Le Pdg fondateur d'une start-up engagée dans un laborieux premier tour dressait un constat amer : «J'ai en face de moi des financiers et des juristes. Pendant la bulle, ils investissaient dans tous les projets qui se présentaient. Aujourd'hui, ils n'investissent plus du tout. Dans les deux cas, je me demande s'ils sont capables d'évaluer le potentiel des technologies qu'on leur présente.»

Le leitmotiv de Warren Buffet («Ne jamais investir dans une affaire que l'on ne comprend pas») serait-il devenu la ligne de conduite d'une profession sensée prendre des risques ? L'indicateur Chausson Finance laisse planer le doute : 298 millions d'euros ont été investis dans le capital-risque en France au premier semestre 2005. La courbe est nettement plus proche de son point bas (213 millions d'euros au premier semestre 2003) que de son sommet historique (667 millions début 2000). L'activité 2005 est en recul de 9% par rapport à la même période un an plus tôt, et de 30% pour le

seul early stage. Seules 69 entreprises (sur 244) ont reçu des fonds pour la première fois au premier semestre de l'an dernier, soit le niveau le plus bas enregistré par Chausson Finance<sup>(1)</sup>.

## Epoque difficile

Certes, comme le souligne Denis Lucquin, managing partner en charge des biotechnologies chez Sofinnova, «une première levée de fonds sera toujours un chemin de croix». Le parcours semble néanmoins particulièrement difficile en ce moment. De là à en conclure que les investisseurs, échaudés par leurs récentes déconvenues, rejettent tout dossier un tant soit peu ambitieux, il n'y a qu'un pas.

Président du directoire de Metaboli, spécialiste dans la distribution de jeux vidéo en ligne, Pierre Goubet se fait l'avocat désintéressé du venture. Sa société a bouclé en novembre 2005 une seconde levée portant sur 6 millions d'euros, souscrite par Intel Capital, Innovacom et Alven Capital. «Mes interlocuteurs avaient une compréhension fine des enjeux de la convergence entre le haut-débit et le jeu vidéo, je n'ai aucun doute là dessus. Maintenant, je trouve très sain que les dérapages de la bulle nourrissent une réflexion sur les choix d'investissement. Certaines équipes manquaient d'expérience en 2000, elles ont mûri entre-temps.»

«Il faut peut-être aussi relativiser les erreurs commises, ajoutent Nicolas von Bülow et Stéphane Valorge, directeurs associés de la

PAR ERWAN SEZNEC



**“Une première levée de fonds sera toujours un chemin de croix.”**  
Denis Lucquin, managing partner en charge des biotechnologies chez Sofinnova

société de conseil Clipperton Finance. On voit bien aujourd’hui que les promesses d’Internet n’étaient pas vaines. Globalement, il y a eu une mauvaise interprétation sur le timing, pas sur le potentiel du marché.» «J’ai tout de même vu à une époque des deals montés par des gens dont le capital-risque n’était manifestement pas la spécialité...» sourit Bernard-Louis Roques, general partner IT chez Truffle Venture. «Aujourd’hui encore, nous ne sommes finalement pas si nombreux sur le créneau», confirme Eric Huet, general partner chez Ventech. Avis partagé par Jean-François Fourt, general partner énergie chez Truffle : «Compte tenu du potentiel d’innovation français, il y aura davantage d’acteurs dans quelques années.»

Le constat est en effet unanime : les grandes écoles, les laboratoires privés et la recherche publique française ne manquent ni de cerveaux performants, ni de technologies de pointe.

#### En quête de technologies de rupture

«J’en conviens, mais tout cela ne fait pas forcément une success story économique, note Olivier Protard, managing partner IT chez Sofinnova. Il faut dissiper un malentendu autour du venture. Nous n’avons pas vocation à financer de la recherche mais à investir dans l’industrie.» «Lorsque je me penche sur un projet de start-up en biotechnologies, je regarde avant tout comment elle va s’inscrire dans la chaîne de l’industrie pharmaceutique», complète Denis Lucquin.

**“Notre mode de sélection est ultra-élitiste, et mutualise en même temps les risques dans la mesure où tout repose sur les quelques deals qui seront de très belles réussites.”**

Mounia Chaoui, partner chez Ventech

«La plus magnifique des technologies ne trouvera pas de fonds s’il n’y a pas un marché au bout», confirme Chantal Parpex, présidente du directoire de CDC Entreprises Innovation. Cela peut paraître une évidence, mais certains porteurs de projets la perdent de vue et en viennent à penser que les investisseurs sous-estiment les projets qu’on leur présente.» Autre malentendu fréquent, relevé par Eric Huet : «Le business plan avec une perspective de rentabilité de 5%. Projet viable, produit intéressant, mais désolé, le venture est à la recherche des vraies ruptures technologiques et des ROE qui les accompagnent.» «Notre mode de sélection est ultra-élitiste et mutualise en même temps les risques, dans la mesure où tout repose sur les quelques deals qui seront de très belles réussites», poursuit Mounia Chaoui, partner chez Ventech.

Sur 500 dossiers reçus, des fonds comme Sofinnova, CDC Innovation, Ventech ou Truffle en écartent rapidement 450 sur la base de critères basiques. Près de 50 projets atteignent la phase de due diligences, et 4 ou 5 font l’objet d’une décision d’investissement. Laquelle repose certes sur l’intuition d’un associé, mais une intuition validée par les conclusions d’un expert technologique, d’un expert de marché et d’un expert en propriété intellectuelle (domaine tout particulièrement crucial en biotech). «Malgré tout, comme je relâche dans la nature 95% de génies incompris potentiels, je cours le risque de passer pour celui qui n’y comprend rien», ironise un partner...

«Pourquoi prétendre que nous maîtrisons tout ? lance Jean-François Fourt. Ce serait présomptueux. Je ne suis pas forcément la personne qui comprend, mais celui qui la connaît et sait où la trouver.» «Quand Bruno Tocqué est venu me présenter Exonhit Therapeutics en 1996, j’ai senti très vite qu’il tenait quelque...»





**“Nous n’avons pas vocation à financer de la recherche mais à investir dans l’industrie.”**  
 Olivier Protard, managing partner IT chez Sofinnova

Sur 500 dossiers reçus, des fonds comme Sofinnova en écartent 450 sur la base de critères basiques. Après due diligences, 4 ou 5 feront l’objet d’une décision d’investissement.

••• chose de très intéressant pour l’industrie pharmaceutique, même sans être au fait des subtilités de l’épissage du génome, rappelle Denis Lucquin. Nous avons lancé des recherches bibliographiques, elles ont été suffisamment concluantes pour passer rapidement aux due diligences. A ce stade, nous avons fait appel à des experts de très haut niveau, dont le généticien Axel Kahn, pour évaluer en profondeur les innovations apportées par Exonhit. Nous avons passé des mois à parler de sciences et de positionnement du produit avant d’en venir à la structure du deal.» La société est finalement entrée en Bourse fin 2005, avec un peu de retard sur le plan-

ning initial. Ce qui ne surprendra pas des professionnels, tous fermement convaincus que «rien ne se passe jamais exactement comme le business plan le prévoyait» !

**Ne pas se laisser aveugler par la beauté du produit**

Mais en définitive, faut-il vraiment connaître une technologie pour parier sur son avenir ? Directeur du développement d’Oséo Anvar, Alain Boursissou est loin d’en être convaincu. Chargée de qualifier les entreprises éligibles au fonds commun de placement pour l’innovation (FCPI), l’Anvar, qui intervient deux ou trois ans avant le premier tour de table, se penche sur 80% des sociétés dans lesquelles entrent les fonds de capital-risque en France. Fort de cette expérience, Alain Boursissou considère qu’«un investisseur peut porter un jugement lucide sans avoir la compétence technologique, pour la simple raison que la masse des consommateurs n’est pas technophile. Il est clair, par exemple, que les logiciels que nous utilisons ne sont pas toujours les plus performants du marché». Analyse qu’Eric Huet •••



**“La plus magnifique des technologies ne trouvera pas de fonds s’il n’y pas un marché au bout.”**  
 Chantal Parpex, présidente du directoire de CDC Entreprises Innovation

Chantal Parpex : «La recherche fondamentale, un problème culturel français.»



**Aurélia Ammour**  
**PROFESSION, TÊTE CHERCHEUSE**

mais passé en 2004 ! La démarche relevait plutôt de la validation des acquis. Une expérience amusante... » La directrice associée d’Iventures a acquis son bagage en technologies de l’information sur le terrain, à partir de la fin des années 90. «Mon premier contact avec le capital-risque date de 2000, lorsque je suis entrée chez Europ@web [fonds d’investissement lancé par Bernard Arnault, ndlr]. L’équipe originelle comptait seulement des financiers et des juristes. Au bout de quelques temps, ils se sont rendus compte que ce n’était peut-être pas suffisant pour appréhender la réalité du marché.» Elle avait encore cette expérience en tête quand elle a lancé Iventures. «Nous avons une approche ultra-pragmatique, explique-t-elle. L’idée est de fournir une forme de due diligence stratégique, en complément des approches juridiques et financières. Nous nous appuyons sur notre réseau d’experts, qui englobe aussi bien des ingénieurs réseau que des «gamers» très pointus, et nous allons sur le terrain. S’il s’agit d’évaluer un produit grand public, nous

n’hésitons pas à discuter avec les détaillants et à passer du temps sur les forums. Notre approche est ultra-concrète. Les patrons de start-ups sont d’ailleurs souvent surpris des questions très pratiques que nous leur posons. Tout bouge tellement vite dans les IT que l’informel compte énormément. Les biotechnologies sont plus complexes sur le plan scientifique, mais dans notre branche, le marché est en perpétuelle recomposition, ce qui complique l’évaluation des projets.» Meetic est à la fois un bon exemple et une synthèse de cette approche. «Nous avons examiné le projet pour le compte d’AGF Private Equity : ce site répond à un attente sociale, que je n’explique pas mais que je constate. Cela dit, beaucoup de gens se sont cassés la figure sur ce créneau. Le dossier nous a convaincus parce qu’il soignait les détails : comment éviter que la clientèle féminine, toujours minoritaire, se sente harcelée ? Question simple, réponse subtile... L’évaluation des technologies est un métier d’artisan.» ■

**Cofondatrice avec Christophe Biget de la société de conseil en investissement Iventures, Aurélia Ammour, 32 ans, revendique sans complexe son profil atypique.** «Pas de grande école, pas de diplôme prestigieux, même pas de formation financière au départ... J’ai un master de l’Ecole Supérieure de Commerce de Paris,

E. S.

... résume à sa manière : «Il faut parfois savoir rester superficiel.» Le cas d'Apple est souvent cité en exemple. Grâce à son interface graphique (copiée plus tard par Windows), la firme à la pomme comptait plus de quatre ans d'avance sur son rival dans les années 80. Elle détenait près de 30% de parts de marché sur les ordinateurs personnels. Ce qui n'a pas empêché Microsoft de lui ravir la première place puis de condamner les Mac, techniquement supérieurs, à des marchés de niche...

Les ingénieurs et les chercheurs passionnés par leurs travaux n'acceptent pas toujours cette évidence : l'industrie et les consommateurs ne recherchent pas forcément le produit le plus pointu. Dialogue-type : «Ma technologie est formidable. – Oui, mais elle n'a pas de marché. – J'ai dix ans d'avance sur tout le monde ! – Justement. Personne n'est prêt.»

«Arriver trop tôt ou arriver trop tard, c'est toujours arriver au mauvais moment, note Nicolas von Bülow. Quand nous assistons une société en phase de pré-due diligence, nous portons une grande attention à la technologie proprement dite, mais tout autant à l'environnement concurrentiel, aux attentes du secteur, au marketing du produit et à l'équipe, en suggérant si nécessaire des recrutements complémentaires.»

### Premier critère, la personnalité des fondateurs...

Davantage que le produit, c'est souvent la personnalité des porteurs de projets qui dissuade les professionnels du capital-risque.

**“Un investisseur peut porter un jugement lucide sans avoir la compétence technologique.”**

**Alain Boursissou, directeur du développement d'Oséo Anvar**

L'expérience semble montrer qu'il est plus facile de repêcher une technologie défaillante portée par une bonne équipe que l'inverse. «Personne n'aime dire à un porteur de projet que le point noir du dossier, c'est lui, explique un associé. Or c'est souvent le cas. Le techno-intégriste qui refuse par principe de dénaturer son «bébé», le chercheur sans aucune expérience managériale qui veut être CEO ou rien, celui qui se lève et s'en va quand il entend le mot marketing, celui qui vise d'emblée le marché américain mais refuse d'apprendre à parler anglais correctement... On voit de tout», explique un expert.

Bon nombre de capital-risqueurs déplorent le manque de culture entrepreneuriale des scientifiques, en particulier lorsqu'ils sont issus des laboratoires publics. «En France, note Chantal Parpex, la recherche fondamentale se méfie de l'argent privé. La mise en relation des résultats obtenus au regard des budgets n'est pas dans ses habitudes. C'est un problème culturel, et en tant que tel, il sera long à régler.» General partner biotech chez Truffle Venture, Philippe Pouletty (voir la rubrique portrait) déplore «un décalage impressionnant avec la mentalité américaine. Les chercheurs d'une université prestigieuse comme Stanford trouvent parfaitement naturel de siéger dans un conseil scientifique. Ils se familiarisent de bonne heure avec l'industrie, alors que leurs homologues français découvrent un nouveau monde en quittant le giron des laboratoires publics. Je suis parfaitement conscient que la recherche fondamentale a besoin de temps, de liberté et même de personnalités fantasques. Mais cette coupure artificielle avec la recherche appliquée est contre-productive».

Le métier encore jeune du capital-risque aurait-il mûri plus rapidement que la recherche ? Ce n'est pas impossible. Certes, l'innovation sort au compte-gouttes des laboratoires, et l'étape de la levée de fonds fait figure de goulet d'étranglement. Mais il serait erroné

## 3 QUESTIONS À DOMINIQUE CHAPARD

**La chargée d'affaires à la direction du développement d'Oséo-Anvar nous explique comment sont attribuées les qualifications de l'agence.**

des trois dernières années. En réalité, les porteurs de projets préfèrent passer par l'examen détaillé de leur dossier, considéré comme plus valorisant.

### Qui assume cette expertise ?

Les dossiers sont instruits par nos directions régionales, qui s'appuient sur une base de 2000 experts, essentiellement français, dont la liste s'enrichit régulièrement. Les critères retenus sont comparables à ceux d'un dossier de financement, mais plus en amont. Oséo-Anvar intervient en moyenne trois ans avant la première levée de fonds. Nous tenons compte du marché et de l'environnement concurrentiel, mais au moment de notre intervention, les produits ne sont même pas en phase de développement. Par rapport à un fonds, nous avons donc davantage d'experts orientés technologie. ■

E. S.

### La qualification Oséo-Anvar semble être une condition nécessaire, mais non suffisante, pour lever des fonds en capital-risque...

Effectivement, dans le cadre de la sélection des entreprises éligibles au fonds commun de placement pour l'innovation (FCPI), l'Anvar se penche sur 80% des sociétés dans lesquelles entrent les fonds de capital-risque en France. Et les 20% restant sont le plus souvent des sociétés étrangères.

### Comment cette qualification est-elle attribuée ?

En plus des conditions de base pour être éligible au FCPI (1), il existe un critère strictement arithmétique. Il faut que la somme des dépenses de R&D soit au moins égale au tiers du chiffre d'affaires le plus élevé

(1) Entreprise non cotée de moins de 2000 salariés de l'espace économique européen, dont le capital est détenu majoritairement par des personnes physiques, possédant la maîtrise d'une technologie ou d'un produit innovant.



Chargée de qualifier les entreprises éligibles au FCPI, l'Anvar intervient deux ou trois ans avant le premier tour de table.

d'en conclure que les professionnels du venture se crispent par manque d'expertise. Au contraire, les processus de sélection et d'analyse n'ont sans doute jamais été aussi rigoureux. Les business angels autoproclamés de la bulle ayant pris une retraite salubre, restent sur la place des équipes expérimentées, toutes dotées d'un solide bagage industriel. Face à eux, les chercheurs ne savent pas forcément positionner leur technologie. «Quand bien même le feraient-ils, cela ne réglerait pas tout, conclut Philippe Pouletty. Le marché du venture est trop étroit. Si une partie de la masse colossale de l'assurance-vie (1 100 milliards d'euros) pouvait l'irriguer, il y aurait mécaniquement plus d'argent pour le seed. Peut-être un jour...» ■

(1) Note d'optimisme : Euronext a enregistré 3 introductions de sociétés biotech en trois semaines fin 2005 : ExonHit Therapeutics, Ipsen et BioAlliance Pharma. La dernière entrée remontait à 1999.